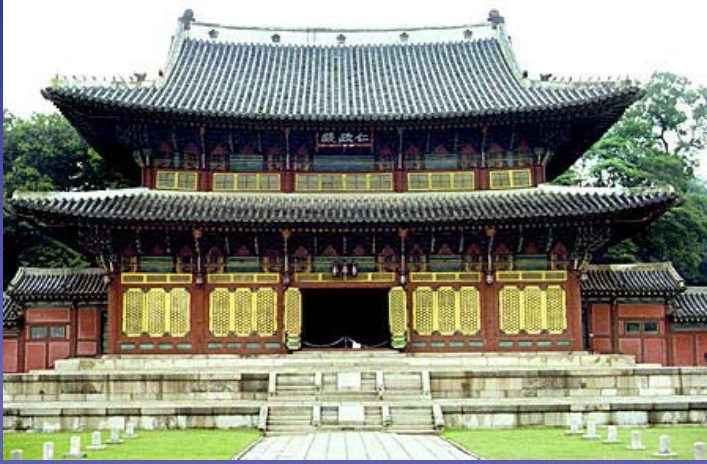


TSPAKB TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI
ARACI KURULUŞLARI BİRLİĞİ



GÜNEY KORE VE TÜRKİYE SERMAYE PİYASALARI

Nisan 2004

GÜNEY KORE VE TÜRKİYE SERMAYE PİYASALARI

Nisan 2004

Yayın Adı : Güney Kore ve Türkiye Sermaye Piyasaları
Editör : Alparslan Budak
Hazırlayanlar : Zeynep Emre, Ekin Fıkrkoca
Basıldığı Matbaa : Printcenter
Tel.: (212) 282 41 90
Faks: (212) 280 96 04
Basım Yeri : İstanbul
Basım Tarihi : Nisan 2004, İlk Baskı
Yayın No. : 14

Bu kitap Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği ("TSPAKB") tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Kitapta yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki değerler hazırlandığı tarih itibarıyla güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçla kullanılmasından doğabilecek zararlardan TSPAKB hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu kitapta yer alan bilgiler kaynak gösterilmek şartıyla izinsiz yayınlanabilir.

ISBN-975-6483-07-5

Sunuş



Sermaye piyasaları, gelişmiş ülkelerde ekonomik büyüme ve gelişmenin önemli dinamiklerinden birini oluşturmaktadır. Serbest piyasa ekonomisi modelinde sermaye piyasaları, girişimcilere uzun vadeli fon sağlayarak, ekonomik kalkınmaya ve sermayenin tabana yayılması suretiyle de sosyal barışa önemli katkılar sağlamaktadır.

Ülkemizde 1980'li yıllarda temelleri atılan sermaye piyasamız, 2000'li yıllara kadar hızlı bir gelişim göstermiştir. Fakat, 2000 yılından itibaren, özellikle makroekonomik alandaki olumsuz gelişmelerin etkisiyle, piyasamız daralma sürecine girmiştir. Uluslararası kıyaslamalar baz alındığında sermaye piyasamızın derinliğinin ve genişliğinin, potansiyelinin oldukça altında olduğu gözlenmektedir.

Bununla beraber, 2001 yılı krizinin ardından uygulanmaya konan makroekonomik istikrar programı ve yapısal reformların olumlu sonuçları görülmeye başlanmıştır. Ekonomik gelişimin daha sağlıklı ve sürdürülebilir temeller üzerine oturtulması için sermaye piyasasının geliştirilmesi gereği de her zamankinden güçlü bir ihtiyaç olarak ortaya çıkmıştır.

Ekonomik gelişimle beraber sermaye piyasasının gelişimini de başarılı bir şekilde gerçekleştiren Güney Kore ("Kore"), bu alanda örnek alınabilecek bir model teşkil etmektedir. Bu açıdan raporumuz Güney Kore ekonomisinde ve sermaye piyasalarında yaşanan gelişmeleri detaylı olarak incelemeyi amaçlamaktadır.

Uzun süreli ve nispeten istikrarlı bir şekilde sürdürülen hızlı ekonomik büyümeyi sermaye piyasasının etkinleştirilmesine dönük adımlarla pekiştiren Güney Kore'nin tecrübelerinin ülkemizde yürütülen çalışmalara ışık tutacağını düşünmekteyiz.

Saygılarımla,



Müslüm DEMİRBİLEK
BAŞKAN

İçindekiler

Kore ve Türkiye Ekonomilerinin Gelişimi	1
Kore Ekonomisinin Gelişimi	2
Ekonomik Kalkınma Planları ve 1960'lardaki Sanayileşme	3
1970'lerde Kimya ve Ağır Sanayinin Teşvik Edilmesi	3
1980'lerde Ekonomik Stabilizasyon ve Cari İşlemler Fazlası	3
1990'ların Ortasında Ekonomik Rekabet Gücünün Bozulması	4
Finansal Kriz	4
Ekonomik Reformlar	5
Kriz Sonrası Ekonomi	5
Devam Eden Reformlar	6
Kore Sermaye Piyasası	7
Tarihçe	7
Menkul Kıymetler ve Borsa Kanunu	9
Sermaye Piyasasını Geliştirme Kanunu	9
Kanun Hükmünde Kararname (3 Ağustos 1970)	10
Hızlı Büyüme	11
Reformlar	12
Piyasa Liberalizasyonu	13
Finansal Kriz	14
Kriz Sonrası Yapılan Başlıca Reformlar	14
Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler	17
Kore Sermaye Piyasası Kurumları	20
Devlet Kuruluşları	21
Özdüzenleyici Kuruluşlar	23
Diğer Sermaye Piyasası Kurumları	23
Kore ve Türkiye Sermaye Piyasaları	26
Borsaya Kote Şirket Sayısı	26
Halka Arzlar	27
Borsaların Ülke Ekonomilerindeki Yeri	27
Hisse Senedi İşlem Hacmi ve Piyasa Değeri	28
Sabit Getirili Menkul Kıymetler	28
Borsada İşlem Gören Yatırım Fonları (ETFs)	31
Türev Ürünler Piyasası	31
Yatırım Fonları ve Ortaklıkları	33
Aracı Kurumlar	33
Genel Değerlendirme	36
Kaynakça	38

Kore ve Türkiye Ekonomilerinin Gelişimi

Kore ekonomisinin hızlı gelişimi aşağıdaki tablolardan detaylı olarak izlenebilmektedir. Ülkemizin aynı dönemlerdeki verileri ile kıyaslandığında dikkat çeken bazı noktaları vurgulamak gelişim farkını daha açık olarak ortaya koyacaktır.

Dolar bazında GSYİH rakamları baz alındığında, 1980-2002 yılları arasındaki 22 yıllık dönemde Kore ekonomisinin yıllık ortalama büyüme hızı %9.7 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde Türkiye ekonomisinin yıllık ortalama büyüme hızı %4.5'tur. 1990 yılı baz alınır, son 12 yılda Güney Kore ekonomisi yıllık %5.4 oranında büyümüş, Türkiye ise %1.5'lik bir büyüme ortalaması tutturabilmiştir.

Kişi başına düşen GSYİH artış hızlarındaki fark ise daha belirgindir. Son 22 yılda Güney Kore'de kişi başına milli gelir yıllık ortalama %8.6 oranında artarken Türkiye'de ancak %2.4 oranında artabilmiştir. 1990 yılından itibaren bakıldığında, Güney Kore'de kişi başına milli gelir yıllık %4.5 oranında artmış, aynı dönemde Türkiye'de ise gerilemiştir.

Temel Ekonomik Veriler - Kore								
	1980	1990	1995	1998	1999	2000	2001	2002
GSYİH (myr. \$)	62.2	252.6	489.3	317.1	406.1	461.5	427.2	476.7
Kişi Başı GSYİH (\$)	1,632	5,886	10,823	6,744	8,595	9,770	9,000	10,013
TÜFE Değişimi (%)	28.7	8.5	4.5	7.5	0.8	2.3	4.1	2.7
İhracat (myr. \$)	17	65	125	132	144	172	150	162
İthalat (myr. \$)	22	70	135	93	120	160	141	152
Dış Ticaret Dengesi (myr. \$)	-5	-5	-10	39	24	12	9	10
Cari Denge (myr. \$)	-5	-2	-9	40	24	12	8	6
Ortalama Kur (\$/Won)	572	708	771	1,399	1,190	1,131	1,291	1,251
Yılsonu Kur (\$/Won)	660	716	775	1,208	1,145	1,260	1,326	1,200

Kaynak: The Bank of Korea

Temel Ekonomik Veriler - Türkiye								
	1980	1990	1995	1998	1999	2000	2001	2002
GSYİH (myr. \$)	68.4	152.3	171.9	205.8	187.4	201.3	144.0	181.7
Kişi Başı GSYİH (\$)	1,539	2,682	2,759	3,255	2,879	2,965	2,123	2,584
TÜFE Değişimi (%)	115.6	60.4	79.8	69.7	68.8	39.0	68.5	29.7
İhracat (myr. \$)	3	13	22	27	27	28	31	36
İthalat (myr. \$)	8	22	36	46	41	55	41	52
Dış Ticaret Dengesi (myr. \$)	-5	-9	-14	-19	-14	-27	-10	-15
Cari Denge (myr. \$)	-3	-3	-2	2	-1	-10	3	-2
Ortalama Kur (\$/000TL)	0.073	3	46	261	421	624	1,228	1,507
Yılsonu Kur (\$/000TL)	0.089	3	60	314	540	672	1,447	1,640

Kaynak: TCMB, DPT, Hazine

1990'lı yıllardan itibaren %10'un üzerinde enflasyon yaşamayan Kore'de kriz yılı olan 1998'de enflasyon ancak %7.5'e çıkmıştır. Ülkemizde ise incelenen dönemde enflasyon en düşük %30 seviyelerinde gerçekleşmiştir.

İthalat ve ihracat rakamlarının gelişiminde ise Türkiye aynı dönemlerde Kore'den biraz daha iyi performans göstermiştir. 1980'den itibaren Kore'nin ihracatı yıllık %10.7, 1990'dan itibaren yıllık ortalama %7.9 oranında artmıştır. Türkiye'de ise bu oranlar sırası ile %12.1 ve %8.9 olarak gerçekleşmiştir.

Kore Ekonomisinin Gelişimi

Kore ekonomisinin bu başarılı gelişiminin dinamiklerini biraz daha detaylı incelemek faydalı olacaktır.

Kore, 1960'lara kadar tipik az gelişmiş bir tarım ülkesi durumundayken, ihracatı ön planda tutan bir kalkınma stratejisi izleyerek modern ve sanayileşmiş bir ülke olmuştur. 30 yıldan fazla bir sürede yıllık ortalama %8 gibi yüksek büyüme hızı ile, GSYİH

1961'deki 2.1 milyar \$'dan 1996 yılında 520 milyar \$'a çıkmıştır. Aynı dönemde kişi başı GSMH da 82 \$'dan 11,380 \$'a yükselmiştir.

Kıt doğal kaynakları ve küçük yerel piyasasına rağmen iyi eğitilmiş işgücü ile Kore'nin hızlı ekonomik kalkınması birçok ülkeye model teşkil etmiştir. Ancak hızlı büyüme sırasında bazı yapısal zayıflıklar göz ardı edilmiş olup, 1997 yılı sonunda iç ve dış faktörlerin de etkisiyle, kur krizi yaşanmış, ekonomik ve finansal güçlüklerle karşılaşmıştır.

Ekonomik Kalkınma Planları ve 1960'lardaki Sanayileşme

Kore iç piyasasının küçüklüğü, ihracata yönelik endüstrileşme stratejisi izlenmesini gerektirmiştir. Devlet teşvikleri, sabit kur sistemi, ihracatın kısa dönemli finansmanı ve gümrük prosedürlerinin basitleştirilmesi, hammadde ithalatını ve ürünlerin ihracatını kolaylaştırmıştır. Yabancı sabit sermaye yatırımları teşvik edilmiştir. Hızlı sanayileşme sonucunda yıllık büyüme hızı %8.5 seviyelerine çıkmıştır. Yerel tasarruflar yatırımları karşılayamadığı için yabancı sermaye gereksinimi doğmuştur. Devlet projelerini finanse etmek için para arzı artırılmış, bu da 70'li yıllarda kronik enflasyona neden olmuştur. Genel olarak, Kore ekonomisi 1960'larda sanayileşmenin temelini atmış ve ikinci bir çıkışa iyi hazırlanmıştır.

1970'lerde Kimya ve Ağır Sanayinin Teşvik Edilmesi

Gemi yapımı, demir-çelik, otomobil, makine ve petro-kimya sanayileri, vergisel ve finansal teşvikler yoluyla geliştirilmiştir. Ağırlıklı olarak bu ürünlerin ihracatı artmıştır. 1970'ler öncesinde 1 milyar \$'ın altında olan kimya ve ağır sanayi sektörü ihracatı 1979 sonunda 15 milyar \$'a ulaşmıştır. Böylece Kore, Tayvan, Singapur ve Hong Kong'la beraber Asya'nın sanayileşen ülkeleri arasında yerini almıştır.

1980'lerde Ekonomik Stabilizasyon ve Cari İşlemler Fazlası

Planlı ekonomiye geçişten itibaren hızlı büyümenin ilk yan etkileri görülmeye başlanmıştır. İkinci petrol krizi ve iç politik sorunlar cari işlemler açığına neden olmuştur. Hükümet, bir dizi yapısal önlemler almıştır. Öncelikle, ekonomi politikasındaki önceliği büyümeden stabilizasyona kaydırmış ve sorunlu şirketlerin tasfiyesini teşvik etmiştir. Bu politikalarla, özel teşebbüse yönelik ekonomik yapı kapsamında hükümetin piyasaların işleyişindeki kontrolü bırakması

aşama aşama gerçekleştirilmiştir. Böylece, büyüme hızı hafif artış göstermiş, büyük açık veren cari işlemler dengesi de fazla vermeye başlamıştır. Ancak yüksek büyüme hızı fiyat istikrarsızlığına sebep olmuş ve 80'lerin ortasında %2-3 olan enflasyon 1988'de %7.1'e çıkmıştır.

1990'ların Ortasında Ekonomik Rekabet Gücünün Bozulması

Yüksek enflasyon ücretlerin artmasına sebep olmuş ve güçlü bir işçi hareketi demokratik reformlar arasında yerini almıştır. Yüksek işçi ücretleri, kira ve faizler iç ve dış piyasada rekabeti engellemiştir. Rekabeti güçlendirmek için yapısal reformlar ve ekonomik stabilizasyon gerekmiş ancak bu yöndeki politikalar tam uygulanmamış ve daha önceki büyüme stratejileri devam etmiştir. Sonuç olarak, ekonomik büyüme hızla devam etmiş, cari işlemler açık vermiştir. Açığın finansmanı için dış borç kullanılmıştır. 1989 sonunda 30 milyar \$ olan dış borç miktarı 1996 sonunda 105 milyar \$'a çıkmıştır. Aynı dönemde, enflasyon ortalama yıllık %6.4 oranında, rakip ülkelerden daha hızlı bir artış göstermiştir.

Finansal Kriz

Kore'deki finansal kriz döviz rezervlerinin azalması sonucu çıkmış ve Won/Dolar kurunun dalgalanmasına neden olmuştur. Ancak gerçek neden Asya krizi ile birlikte ortaya çıkan geçmişe dayalı yapısal zayıflıklardır. 1997 başında, Kore'nin döviz likidite koşulları kötüleşmiş, Kasım ayında borçlarını ödeyemez hale gelmiş ve stand-by kredileri için IMF'ye başvurmuştur.

Uluslararası yatırımcılar nezdinde ülke kredibilitésinin azalması kur krizinin başlıca sebebi olmuştur. Ekim 1997'de 22.3 milyar \$ olan döviz rezervi bir ay sonra Kasım 1997'de 7.3 milyar \$'a inmiştir. Bu da yabancı yatırımcılarda güven kaybına yol açmıştır. Dış kredilerin ödemesi sıkışmış ve Eylül-Kasım 1997 döneminde ülkeden 1.9 milyar \$ sıcak para çıkışı gerçekleşmiştir. Para çıkışı Won'un hızla değer kaybetmesine neden olmuştur. Won, dolar karşısında Kasım 97'de %27.5, Aralık'ta da %40.3 değer kaybetmiştir. S&P ve Moody's gibi derecelendirme kuruluşları Kore'nin kredi notunu indirmişler, bu da yabancı yatırımcıların ülkeden çıkışını hızlandırmıştır.

Ekonomik Reformlar

Aralık 1997’de Kore, IMF ve diğer uluslararası kuruluşlarla 58.4 milyar \$ tutarındaki finansal yardım paketi konusunda anlaşmıştır. Finansal yardım paketinin imzalanmasıyla, hükümet özel sektör, finans sektörü, iş gücü konularında yapısal reformlar yapmayı, makroekonomik stabilizasyonu sağlamayı, ticareti hızlandırmayı ve sermaye piyasasını liberalleştirmeyi taahhüt etmiştir. Bu kapsamda, finansal sistemdeki güveni tesis edebilmek için likidite sorunu yaşayan kurumlar kapatılmıştır. Ayrıca, finans kurumları üzerindeki denetim artırılmıştır.

- Özel sektör için benimsenen yapısal reformda, kurumsal yönetimde şeffaflık, sermayenin güçlendirilmesi, KOBİ’lerle büyük şirketlerin işbirliği yapabileceği sektörlerin belirlenmesi, şirket ortak ve yöneticilerinin sorumluluğunun artırılması öncelik kazanmıştır.
- İş gücü konusunda, işten çıkarmaları kolaylaştıran düzenlemeler yapılmıştır.
- Kamu sektöründeki verimliliği artırmak için merkezi ve yerel idareler küçültülmüş, kamu kurumları özelleştirilmiştir.
- Para ve sermaye piyasaları liberalleştirilmiştir.
- Yabancıların ortaklık ve yatırım sınırlamaları kaldırılmıştır.
- Yabancı Para Kanunu kaldırılmıştır.

Sonuç olarak, 1998 ortalarında döviz rezervi ve Won’un dolar karşısındaki değeri artmış, faizler de %30’dan %12’ye düşmüştür. Ancak özel sektörün finansal problemleri devam etmiştir. En önemli problem ise finans kurumlarındaki yeniden yapılanma nedeni ile kredi kullanımının azalması olmuştur.

Kriz Sonrası Ekonomi

Kore ekonomisi reformlara bağlı kalmak suretiyle beklenenden daha kısa sürede toparlanmıştır. IMF’le olan 3 yıllık stand-by anlaşması Aralık 2000’de sona ermiştir. Kore’nin finansal durumu kriz sonrası hızla düzelmiştir. Düzenli cari işlemler fazlası, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımları ile döviz rezervi 2002 sonunda 121 milyar \$’a ulaşmıştır. Yüksek rezervler nedeniyle IMF kredisi belirlenen tarihten 3 yıl önce, Ağustos 2001’de ödenmiştir. Bu da Kore’yi borç alan ülke konumundan borç ödeyen ülke konumuna

getirmiş ve Asya krizi sonrası IMF desteğini bırakan ilk ülke olmuştur. Bunun sonucunda da, S&P ve Moody's ülkenin kredi notunu yükseltmiştir

Büyüme hızı artmış, firmalar 2002 yılında rekor karlar elde etmiştir. 1998'den itibaren 5 yıl süreyle, cari işlemler ve dış ticaret fazlası verilmiştir. 1999 yılında %6.3 olan işsizlik oranı 2002 yılında %3'e inmiştir.

Kriz sonrası düşen Kore Borsası (KSE) endeksi 1999 sonunda 1,000 puanlık direnç noktasını kırarak, 1994 yılından beri görülmeyen rekorunu kırmıştır. Benzer şekilde Kosdaq endeksi de 2000 yılında borsanın açılışından itibaren en yüksek değerine ulaşmıştır.

Devam Eden Reformlar

Hükümet, Kurumsal Yeniden Yapılanma Teşvik Yasasını çıkarmıştır. Bu yasa ile, kurumsal kredi risk değerlendirme sistemi getirilmiştir. Bu sistemle, kredi veren finansal kuruluşlar borçlanan şirketlerin kredi riskini erken bir aşamada fark etmekte ve kurumsal yeniden yapılanma otomatik olarak derhal devreye girmektedir.

Hükümet, devlet kuruluşları olan Chohung Bank ve Woori Finansal Holding'in yeni Banka Kanunu kapsamında özelleştirilmeleri için hazırladığı planı uygulamaya koymuştur. Çalışanları Hisse Senedi Edindirme Planı teşvik edilmiş, yatırımcı tabanını genişletebilmek ve şeffaflığı arttırabilmek için manipülasyon cezaları arttırılmıştır.

Hükümet, uzun vadeli yatırım alternatifi sunan ve fiyatları KOSPI'ye göre belirlenen Borsada İşlem Gören Yatırım Fonları'nın kurulmasına izin vermiştir.

Yatırımcıları manipülatif işlemlerden korumak için Elektronik Finansal İşlemler Kanunu çıkarılmıştır.

Yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları ile ilgili düzenlemeleri birleştiren yeni Varlık Yönetimi Kanunu çıkarılmıştır. Risk yönetimi denetleme sistemi getirilmiştir. Hükümet Ocak 2002'de faiz ve döviz oynamaları gibi potansiyel piyasa risklerini dikkate alan yeni BIS standartlarını kabul etmiştir.

Gerçek zamanlı olarak birbiriyle bağlantılı, ulusal finans ve maliye yönetimi ile, ülke hazinesinin gelir ve gider yönetimini sağlayacak Ulusal Hazine Fon Yönetimi Kanunu çıkarılmıştır. Planlanan özelleştirmeler devam etmektedir. Mayıs 2002'de Kore Telekom'un devlete ait %28.4'lük payı satılmıştır.

Devlet, internet bazlı elektronik kamu ihale sistemini kurmuştur. Devlet, idari yönetimde şeffaflığı ön plana çıkarmak amacıyla elektronik ortamda kamu alımları, ödemeleri ve ihalelerini kapsayan bu sistemi uygulamaya koymuştur. Ülkenin başlıca 4 sosyal güvenlik kurumunun bilgi işlem sistemleri de bu programa bağlanmıştır. Bu kurumlar, İstihdam Merkezleri, Ulusal Emeklilik Yönetim Şirketi, Ulusal Sağlık Sigortası Şirketi ve İşçi Güvenliği Şirkettir. Ulusal Emeklilik, Sağlık Sigortası, Hizmet Sigortası ve Endüstriyel Kazaları Tazmin Sigortası hakkındaki bilgiler bu sisteme aktarılmakta, ilgili kurum konuyla ilgilenmekte ve sigortalıyı bilgilendirmektedir.

Hükümet, ayrıca işçi-işveren ilişkilerini düzenlemeye çalışmaktadır. Yeni hazırlanan işçi sigorta kanununa göre 1 aydan daha az süre ile görevlendirilen yarı-zamanlı işçilerin de sigorta talebinde bulunma hakları olacaktır.

Kore Sermaye Piyasası

Tarihçe

Kore Devleti ilk kamu katılım payı senetlerini 19. yüzyılda ihraç etmiştir. Chun-Il Bank, 1899'da finansman bonusu ihraç eden ilk şirket olmuştur. 1905 Krallık Hazine ve Menkul Kıymet Kanununu takiben ilk tahvil ihraç edilmiştir.

20. yüzyılın başında ülkede Japon etkisinin artmasıyla, 1908 yılında ilk Japon aracı kurumu faaliyet geçmiştir. 1911'de de 12 Japon aracı kurumu Spot Piyasa Aracı Kurumları Birliğini kurmuşlardır. Bu, Kore'deki ilk organize piyasayı oluşturmuştur. Borsa, resmi kurallar içerisinde sabah ve akşam seanslarını gerçekleştirmiştir. Başlangıçta, işlem gören hisse senetlerinden sadece ikisi Kore şirketi olup, diğerleri Japonya-Osaka Borsası'na kote olan şirketler olmuştur.

1910-1945 döneminde Kore Borsasında işlem hacminin büyük kısmını Japon aracı kurumları gerçekleştirmiştir. 284 kote şirketin 201'i de Japon şirkettir.

Eylül 1943'de Asya'da savaşın kızışmasıyla, Japon krallık hükümeti Kore sermaye piyasasını Chosun Menkul Kıymet Sektörü Gözetim Kanununu çıkararak yeniden düzenlemiştir. Bu kanun sermaye piyasasının denetimi konusunda bir ilk olmuştur.

II. Dünya Savaşından sonra Amerikan askeri yönetimi Chosun Borsasını kapatmış ancak bazı aracı kurumlar kendi aralarında menkul kıymet ticaretine devam etmişlerdir.

1949 yılında, Kore hükümetinin devlet tahvili ihraç etmesiyle işlem hacmi artmıştır. Aynı yıl, Japon işgali altındayken menkul kıymet işlemleri konusunda tecrübe kazanan birkaç broker bir klüp kurmuştur. Bu klüp 1953'de Kore Aracı Kuruluşlar Birliği (KSDA) adını almıştır.

1956 yılında Kore Borsasının ilk hali olan Daehan Borsası, banka, sigorta şirketleri ve aracı kurumların katılımlarıyla kurulmuştur. İlk başta 20 kote şirketle işlemlere başlamış ve özellikle devlet tahvilleri ağırlıklı işlemler gerçekleşmiştir.

Daehan Borsası'nın faaliyet geçmesinden sonra sermaye piyasasının idaresi KSDA'den borsaya geçmiştir. Bu dönemde sermaye piyasası deneme-yanılma yoluyla gelişmiş ve hukuki altyapı da yerel koşullara uygun olarak düzenlenmiştir.

1958-59-62-70 yıllarındaki çöküşler, halkın borsayı manipülatif bir piyasa olarak değerlendirmesine neden olmuş ve kişisel tasarruflar kurumların finansmanına yönlenebilmiştir.

1958 yılındaki Varlıkların Yeniden Değerlemesi Yasası, temettü politikalarını ve vergi reformlarını menkul kıymet talebini arttıracak şekilde geliştirmiştir. Buna göre şirketler, varlıklarını enflasyona göre yeniden değerleyebilmiş ve değer artış fonu ile de yeni hisse senedi ihracı yapabilmişlerdir. Devlet, kendine tamamen veya kısmen ait olan şirketleri cazip temettü vermeye zorlamıştır.

Menkul Kıymetler ve Borsa Kanunu

Ocak 1962'de, Kore Meclisi Menkul Kıymet ve Borsa Kanununu kabul etmiştir. Böylece, sermaye piyasası düzenlemeleri kapsamlı bir şekilde bir araya getirilmiştir. Bu kanunla Daehan Borsası kar amaçlı bir A.Ş.'ye dönüştürülmüştür.

Aynı yıl, Ticaret Kanunu, ticari ve kurumsal konuların daha iyi idare edilmesi ve denetlenmesi amacıyla düzenlenerek, yürürlüğe konmuştur. Eski Alman sisteminde esas sermayenin ana sözleşmede belirtilmesi ve kuruluş esnasında belirtilen sermayenin tamamen ödenmiş olması gerekiyordu. Ancak, yeni düzenlenen Ticaret Kanununa göre hem ödenmiş hem de çıkarılmış sermayenin belirtilmesi sağlanmış, bu da diğer reformlarla beraber şirketlerin daha kolay sermaye artırımını yapmalarına imkan vermiştir. Yönetim kurullarına nominal değerinin altında bedelle hisse senedi ihraç etme yetkisi tanınarak, sermaye artırımları yaygınlaştırılmaya çalışılmıştır.

Bu düzenlemeler, 1960'larda hisse senedi işlem hacminin tahvil-bono işlem hacmini geçmesine sebep olmuştur. Ancak bu canlılık kısa süreli olmuş, spekülasyonlar ve takas sistemindeki aksaklıklar sonucu borsada düşüş trendi başlamıştır.

Bu nedenle, Maliye Bakanlığı 1963 yılında borsayı 3 ay süre ile kapatmış, KSE'yi kar amacı gütmeyen bir yapıya kavuşturmuş, yöneticilerini kendi belirlemiş, menkul kıymet finansmanı ve takas işlemlerini Kore Menkul Kıymet Finansmanı Şirketine delege etmiş ve hisse senedi fiyatı dalgalanmalarını sınırlayan sistemi (price fluctuation limit system) geliştirmiştir. Daehan Borsasının ismi de bugünkü adı olan Kore Borsası (KSE) olarak değiştirilmiştir. 1963 yılındaki ekonomik bunalım, şirketleri finansman sıkıntısına sokmuş ve iflasları getirmiştir.

Sermaye Piyasasını Geliştirme Kanunu

II. Beş Yıllık Ekonomik Kalkınma Planının hazırlanması sırasında, Maliye Bakanlığı sermaye piyasasının geliştirilmesi amacıyla birtakım önlemler alınması gerektiğine karar vermiş ve bu kapsamda Kasım 1968'de Sermaye Piyasasını Geliştirme Kanunu çıkarılmıştır.

Bu kanun, kote şirket sayısını artırarak sermayenin tabana

yayılmasını amaçlamıştır. Vergisel ve vergi dışı destekler sağlanarak halka arzlar teşvik edilmiştir.

Bu kanunla, devlet kuruluşu olarak menkul kıymetlerin fiyat istikrarını sağlamak, ihracını, dağıtımını ve yüklenimini kolaylaştırmak amacıyla Kore Yatırım Şirketi kurulmuştur. Kore Yatırım Şirketi 1977 yılında tasfiye edilmiştir.

1968 yılında kanun yeniden revize edilerek, aracı kuruluşlar için 2 ayrı tür lisans oluşturulmuştur. Sermayesi 30-50 milyon won (~100-170 bin \$) arasındaki kurumların alım satıma aracılık, 50 milyon won'un (~170 bin \$) üzerinde olanların da halka arza aracılık ve yüklenim lisansı almasına izin verilmiştir.

Bu değişikliklerle, vergi yoluyla halka arzlar teşvik edilmiş, takas süresi ise T+1 olarak düzenlenmiştir. Ancak, ek ödemeyle takasın 30 güne kadar uzatılmasına imkan tanınmıştır.

1969'da Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Kanunu, yatırım ortaklıkları ve yatırım fonlarının kurulmasına olanak vermiştir. Sermaye piyasasındaki değişiklik ve gelişmelere uyum sağlamak amacıyla Nisan 1997'de Sermaye Piyasasını Geliştirme Kanunu yürürlükten kaldırılmıştır.

Kanun Hükmünde Kararname (3 Ağustos 1970)

1970'lerin ikinci yarısında, devletin teşvikleri ile yoğun halka arzlar gerçekleşmiştir. İşlem sistemi olarak piyasa yapıcılığından sürekli müzayede sistemine geçilmiştir.

1974 yılında Kore Borsası, Kore Takas ve Saklama Merkezi'ni, 1977 yılında da Kore Menkul Kıymetler Bilgi İşlem Şirketi'ni kurmuştur. 1974 yılında da Kore Yatırım Ortaklığı Şirketi kurulmuştur.

1963 yılından itibaren reel sektörün hızlı büyümeye uyum sağlayabilmek için aşırı borçlanması birçok şirketin iflas etmesine ve 1970 yılında piyasanın çöküşüne sebep olmuştur. Bunun sonucunda Maliye Bakanlığı bir dizi önlemler almıştır. Para piyasası sıkı bir denetim altına alınmış ve şirketlerin finansman ihtiyaçları için kredi kullanmaları teşvik edilmiştir. Böylece, şirketler halka arz teşviklerini

göz ardı etmişler, yatırım bankaları da halka arz konusunda isteksiz veya yetersiz kalmışlardır.

Yerel sermaye piyasasının geliştirilmesi için, devlet güçlü önlemler almış ve 3 Ağustos 1970'de Kanun Hükmünde Kararname ve 1972'de de Halka Arz Teşvik Kanununu çıkarmıştır. Bu kanun, şirketlerin anonim şirket olmalarını teşvik etmiş ve halka açılan şirketler için ayrıcalıklar tanımıştır. Bu ayrıcalıklar, oydan yoksun hisse senetlerinin ihraç edilebilmesi, temettülerin Kore Takas Merkezi aracılığıyla dağıtılabilmesi ve yeni finansman bonusu türlerinin ihraç edilebilmesidir. Çalışanlara, şirketin yeni çıkarılan sermayesinin %10'una kadar bir oranda sahip olma hakkı tanınmıştır. 1973 ve 1974 yıllarında bu kanunda değişiklikler yapılmış, aracı kurumların sermaye yeterliliği şartları arttırılmış, denetim standartları güçlendirilmiştir. Bu düzenlemeler, raporlama gereklerini ve devletin aracı kurumlar üzerindeki kontrolünü artırmıştır.

1974'de minimum halka açıklık oranı %30'a çıkarılmış ve halka açık şirketlerde büyük ortakların pay oranlarını %51'den %30'a indirmeleri teşvik edilmiştir. Halka arza yetkili kurumların da sayısı azaltılmıştır.

Büyük aracı kurumlar, bankalar, Kore Yatırım Şirketi ile diğer yatırım ve finans şirketlerinin katılımıyla Yükleniciler (Halka Arz Yapmaya Yetkili Kuruluşlar) Birliği kurulmuştur. Kore Yatırım Şirketi çeşitli yatırım fonlarını yönetmek amacıyla kurulmuştur. Ayrıca, tasarrufların sermaye piyasasına yönelmesi amacıyla çeşitli menkul kıymet tasarruf sistemleri geliştirilmiştir. Banka ve sigorta şirketlerinin halka açık şirketlerin hisse senetleri ile teminatlandırılmış kredilere öncelik vermeleri istenmiştir.

Hızlı Büyüme

Alınan önlemlerle birincil ve ikincil halka arzlarda patlama yaşanmıştır. Sermaye artırımları ve özel sektör tahvil ihraçlarında da büyüme yaşanmıştır.

Halka arzlara, devletin birçok şirketi halka arza zorlaması ve bizzat değerlendirme ve fiyatlama prosesinin içinde bulunarak düşük değerlendirme yapmasıyla yaygınlaşmıştır. Bu, yüklenim metodunda da değişikliğe

neden olmuş, en iyi gayret yönteminden bakiyeyi yüklenim metoduna geçilmiştir.

1975 yılında inşaat sektörü hisselerinin öncülüğündeki hareketlenme ile borsada büyük bir çıkış yaşanmış, yatırım ortaklıkları beklenmeyen bir büyüme yaşamıştır. 1974 yılında kurulan Kore Yatırım Ortaklığı Şirketi, fonlarını kuruluş aşamasındaki 10 milyon \$ seviyesinden 80 milyon \$'a yükseltmiştir. 1976 yılında, Kore Yatırım Şirketi'nin fonları da 17 milyon \$'a yükselmiştir. 1977 yılında ise tasfiye edilerek Daehan Yatırım Ortaklığı Şirketi olarak yeniden yapılandırılmıştır.

Hızlı büyüme, düzenlemelerle ilgili yeni problemlere neden olmuştur. Yatırımcıları korumak ve sermaye piyasasının daha etkin denetimi için sermaye piyasası kanununda değişiklik yapılmış, düzenleme ve denetim sistemi değiştirilmiştir. Düzenleyici kuruluşlar reorganize edilmiş ve 1977 yılında altı önemli reform yapılmıştır.

Reformlar

- **Düzenleyici sistem reorganize edilerek denetim etkinliği artırılmıştır.**
Daha önce Maliye Bakanlığı, Kore Yatırım Şirketi ve Kore Borsası, sermaye piyasasını düzenleyen 3 ayrı devlet kuruluşu iken, değişen kanun ile 1977 yılında Sermaye Piyasası Kurulu ve onun icra organı olan Menkul Kıymet Denetleme Kurumu kurulmuştur.
- **Kote şirketlerin sermaye yapısı üzerinde sıkı denetimler uygulanmış ve şirket yönetiminin ortaklar tarafından sürekli kontrolünü sağlayan önlemler alınmıştır.**
Halka açık şirketlerde büyük ortakların ortaklık paylarını %35'in altına indirmeleri teşvik edilmiştir. Şirket ele geçirmeleri konusundaki endişeleri gidermek için de bu sınırlar etkili olmuştur.
- **Kamuyu aydınlatma konusunda gelişmeler sağlanmıştır.**
Halka açılacak şirketlerin finansal tablolarını inceleme amacıyla Kurul'a, yıllık ve 6 aylık faaliyet raporlarını da Maliye Bakanlığı ve Kore Borsası'na göndermeleri gerekmiştir.
- **Düzgün işleyen bir piyasa için yeni enstrümanlar geliştirilmiştir.**
1980'lerde repo işlemleri başlamıştır.

- **Sermayenin tabana yayılmasını kolaylaştıracak vergi reformları yapılmıştır.**

1979 yılında Menkul Kıymet İşlem Vergisi Kanunu çıkarılmıştır. Kore Yatırım Şirketi tasfiye edilmiştir.

Piyasa Liberalizasyonu

1981 yılında hükümet, Sermaye Piyasasının Uluslararası Kimlik Kazanması İçin Uzun Dönemli Planını açıklamıştır. Bu plan, Kore sermaye piyasasının globalleşmesi için kapsamlı bir proje olup, hükümet bu kapsamda çeşitli düzenlemelerin yapılacağını duyurmuştur. Bu düzenlemelerin ilk aşamasında, Kore sermaye piyasasında yabancı portföy yatırımlarına belli limitler dahilinde izin verildiği gibi Kore vatandaşlarının da uluslararası sermaye piyasalarında işlem ve yatırım yapmalarına izin verilmiştir. Zaman içinde bu limitlerin de kaldırılacağı açıklanmıştır. Yerel şirketlerin, yabancı borsalarda kote olması da bu düzenlemelerle belirlenmiştir.

Kore sermaye piyasasının uluslararası kimlik kazanması planı kapsamında, 1981 yılında yerel piyasada yabancılara yönelik portföy araçları olarak Kore Uluslararası Yatırım Ortaklığı ve Kore Yatırım Ortaklığı devlet tarafından kurulmuştur.

1984 yılında Kore Fonu NYSE’de kote olmuş ve yabancıların Kore sermaye piyasasına ilk dolaylı yatırım aracı olmuştur. İkinci aşama ise Aralık 1985’de Eurobond piyasasında Samsung Elektronik’in 20 milyon \$ tutarında hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil ihraç etmesiyle gerçekleşmiştir.

1990 yılında Kore menkul kıymetlerine yatırım yapan denizaşırı fonlar olan Kore Fonu ve Kore Euro Fonunun sermayesi artırılmış ve Kore şirketlerinin yurtdışında menkul kıymet ihracı yapması ile ilgili koşullar esnetilmiştir. Ülkenin yabancılar için olan 3. büyük fonu, Kore Asya Fonu da 1990 yılında kurulmuştur.

3 Ocak 1992’de Kore Borsası bazı limitlerle yabancı yatırımcıların işlemlerine açılmıştır. Bu kısıtlamalar zamanla esnetilmiş ve Mayıs 1998’de yabancı yatırımları tamamen liberalleştirilmiştir.

Finansal Kriz

Kore, 1997 yılında ağır bir finansal krizle karşılaşmış, döviz rezervleri erimiş, Kasım ayında IMF'ten yardım istenerek, olası bir moratoryum engellenmeye çalışılmıştır. IMF ile Kasım 1997'de 57 milyar dolarlık anlaşma yapılmıştır.

Güçlü ekonomiye rağmen, borçlu, az karlı özel sektör ve zayıf, denetimden yoksun finansal sektör bu krizi oluşturmuştur. Gizli krediler ve banka-şirketler-devlet arasındaki yakın ilişkilerin neden olduğu riskler, "batmayacak kadar büyük" mentalitesi aşırı yatırıma, kredi ve döviz risklerinin göz ardı edilmesine sebep olmuştur.

Bu kriz sonrasında, sermaye piyasası tamamen liberalleşmiş ve birçok reform yapılmıştır.

Kriz Sonrası Yapılan Başlıca Reformlar

- **Finansal Denetim Sistemi**

Finansal Denetleme Komisyonu 1998'de kurulmuştur. Daha önce ayrı olarak denetlenen sermaye piyasası, bankacılık ve sigorta sektörlerinin ortak denetçisi konuma gelmiştir. Böylece finans piyasasının daha etkin bir şekilde düzenlenmesi ve denetlenmesi amaçlanmıştır.

- **Yabancı Yatırım Limitlerinin Kaldırılması**

1997 Asya krizi sonrasında, devlet yabancı yatırımları sermaye piyasasına çekebilmek için sert liberalizasyon tedbirleri almıştır. Devlet, 1998 yılında yabancı portföy yatırımları üzerindeki tüm sınırlamaları kaldırmıştır. Daha önceden, bir hisse senedinde azami yabancı yatırım oranı dolaşımdaki hisse senetlerinin %55'i kadardı. Yabancıların tahvil yatırımları için geçerli olan kısıtlamalar kaldırılmış ve yabancıların mevduat gibi para piyasası enstrümanlarına da yatırım yapmalarına izin verilmiştir. Yerel yatırımcıların da yabancı menkul kıymetlere yatırım yapması serbest bırakılmıştır.

- **Azınlık Haklarının Güçlendirilmesi**

Küçük yatırımcıların haklarını güçlendirmek ve yönetimin şeffaflığını arttırabilmek için birtakım düzenlemeler yapılmıştır. Buna göre, grup adına açılan davalar için gerekli olan yüzde birlik ortaklık zorunluluğu, onbinde bire düşürülmüştür. Kanuna aykırı hareketlerinden dolayı üst düzey yönetici ve denetçilerin

görevden alınması için gerekli olan ortaklık payı yüzde birden binde beşe düşürülmüştür. Ayrıca, şirket defter ve kayıtlarını incelemek için gerekli olan ortaklık oranı da %3'den %1'e indirilmiştir.

- **Konsolide Finansal Tablolar**

1999 yılından itibaren grup şirketlerine tüm iştirakleri de kapsayacak şekilde bağımsız denetimden geçmiş konsolide mali tablo hazırlama zorunluluğu getirilmiştir. Böylece holding şirketlerindeki yönetim şeffaflığının artırılması hedeflenmiştir.

- **Kurumsal Yatırımcıların Oy Hakkına Sahip Olması**

Eylül 1998'de, kurumsal yönetim kapsamında şirket yönetiminin izlenmesinde daha aktif olabilmeleri için kurumsal yatırımcıların oy kullanmalarındaki engel ve kısıtlamalar kaldırılmıştır. Böylece, kurumsal yatırımcılar diğer hak sahipleri gibi serbestçe oy kullanabilmektedirler.

- **Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüklerinin Artırılması**

Şirketler, daha önce 6 aylık ve yıllık olarak hazırladıkları finansal raporları, 2000 yılından itibaren, üç ayda bir, dönemin bitiminden itibaren 45 gün içerisinde hazırlamaya başlamışlardır. Buna ek olarak, Finansal Denetleme Komisyonu, veri, tescil, kayıt, devir alma açıklamaları, izahname ve finansal tablolardaki önemli hatalar için sıkı yaptırımlar getirmiştir. Nisan 1999'da, Komisyon getirdiği bir düzenlemeyle, şirketlere asılsız ve yanlış beyanlarından dolayı 420,000 \$'a kadar ceza verme yetkisine sahip olmuştur.

- **Tahmini Finansal Bilgilerin Açıklanması**

Satış ve kar projeksiyonları gerçekleşmediği takdirde hatalı bilgi vermekle sorumlu tutulmaktan çekinen kurumlar, projeksiyonlarını açıklamakta isteksizdiler. Ancak Nisan 1999'dan itibaren ihraççılar, açıklamaların tahmini olduğunu belirtmek suretiyle yanlış ve hatalı bilgi vermekten dolayı ceza almaktan muaf tutulmuşlardır.

- **Aracı Kurum Sektörüne Giriş Engellerinin Azaltılması**

Mayıs 1999'da, aracı kurumların asgari sermaye tutarı önemli ölçüde düşürülmüştür. Sadece alım satıma aracılık yapacak aracı kurumların asgari sermaye miktarı 2.5 milyon \$'a, yatırım danışmanlığı verecek kurumlarınki de 420,000 \$'a indirilmiştir.

- **Yatırım Fonlarının (closed-end mutual fund) Kurulması**

Kore hükümeti, Eylül 1998'de, kapalı uçlu yatırım fonlarının

kurulmasına izin vermiştir. Diğer yatırım fonlarının aksine, kapalı uçlu yatırım fon paylarının sürekli bazda itfası mümkün değildir. Bunun yerine, bu fonlar Kore Borsası veya Kosdaq'ta kote olabilmektedir.

- **Toptan Devlet Tahvili Piyasasının Kurulması**
Kore Borsası, Mart 1999'da kurumlararası (inter-dealer) devlet tahvili piyasasını kurmuştur. Devlet tahvilleri için toptan bir piyasa olup, referans faizi oluşturarak ve devlet tahvili bazı vadeli işlemler için ürünler yoluyla Kore tahvil piyasasının gelişmesine katkıda bulunmaktadır.
- **Bağımsız Yöneticilerin Zorunlu Görevlendirilmesi**
Menkul Kıymetler ve Borsa Kanununa göre, halka açık şirketlerin yönetim kurulu üyelerinin en az dörtte biri bağımsız ve dışardan olmalıdır. Buna ilaveten, toplam aktifleri 1.5 milyon \$'ın üzerinde olan finansal kurumlar ve halka açık şirketlerin yönetim kurulu üyelerinin en az yarısı bağımsız olmalıdır. Bu şartları sağlamayan şirketler, kotasyondan çıkarılmaktadır. Şirketlerin bağımsız denetçi istihdam etmeleri de tavsiye edilmektedir.
- **Müşteri ve Aracı Kurum Hesaplarının Ayrılması**
Nisan 1999'dan itibaren, aracı kurumların müşteri hesaplarını Kore Menkul Kıymet Finans Şirketinde tutmaları gerekmektedir. Böylece, müşterinin varlıkları aracı kurumunkinden ayrılmaktadır.
- **Devre Kesici Sistem (Aşırı volatilité sırasında işlemlerin otomatik durması)**
Piyasadaki aşırı düşüşleri önlemek amacıyla, Kore Borsası Devre Kesici Sistemi faaliyete geçirmiştir. KOSPI, 1 dakika süreyle, bir önceki günün kapanış fiyatından %10 sapma gösterirse, işlemler 20 dakika süreyle otomatik olarak durmaktadır. Bu sistem dealer ve brokerlara aşırı volatilité sırasında piyasadaki durumu sakin bir şekilde yeniden değerlendirebilmeleri için zaman tanımaktadır.
- **Kore Vadeli İşlemler Piyasasının Kurulması (KOFEX)**
KOFEX, Kore'nin ilk vadeli işlemler borsası olarak Nisan 1999'da faaliyete geçmiştir. KOFEX aracılığıyla kurumlar faiz riski ve döviz riskini kontrol edebilmektedir.
- **Tezgahestü Piyasa Duyuru Tahtasının (Borsa Dışı İşlemler Pazarının) Hizmete Girmesi**
Finansal Denetleme Komisyonu, Tezgahestü Piyasa Düzenlemesinde yapılan değişiklikle, Kore Borsası ve Kosdaq'ta kote olmayan ancak KSDA (Aracı Kuruluşları Birliği) tarafından

belirlenen şirketler için Kosdaq sistemine göre faaliyet gösteren bir piyasa kurulmasına izin vermiştir. Bu piyasa Mart 2000'de faaliyete geçmiştir.

- **Borsada Öğle Tatillerinin Kaldırılması**

Kore Borsası, Mayıs 2000'de öğle tatili uygulamasını kaldırmıştır. Bu uygulamanın amacı, işlemlerin sürekli olması ve bu sürede serbest olan ofis çalışanların işlem yapabilmelerine olanak vermektir.

- **Elektronik Kamuyu Aydınlatma Sistemi (Yabancılar için İngilizce açıklamalar)**

Kore Borsası, Ağustos 2000'de Kore Yatırımcılar İçin Kamuyu Aydınlatma Ağını kurmuştur. Dili İngilizce olan bu elektronik sistem, yabancı yatırımcıların şirket açıklamalarına erişimini sağlamaktadır. Halka açık şirketlerin, açıklama yapmalarından itibaren 24 saat içerisinde İngilizce versiyonunu da hazırlamaları teşvik edilmektedir. Yatırımcılar, açıklamalara internet üzerinden ulaşabilmektedir.

- **Kosdaq'a Sağlanan Teşvikler**

Kote şirketler yıllık karın %50'sine kadarını "Zarar Rezervi" olarak ayırarak vergiden düşebilmektedir. Araçlar için halka arzda inceleme (due diligence) süreci kolaylaştırılıp, cezalar azaltılmıştır. Girişim sermayesi yatırımcılarına temettü ve sermaye kazancı teşvikleri getirilmiştir. Devlet kendisi "girişim sermayesi fonları" kurmuş ve yatırımcı olarak piyasada yer almıştır. Devlet, belirlediği kurumlara "girişim sermayesi şirketi sertifikası" vermiş ve "girişim sermayesi şirketleri" daha uygun koşullarda kote olmuştur.

Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler

- **Elektronik İletişim Ağı Sistemi (ECN)**

Kore'nin hisse senetleri için ilk iletişim ağı sistemi Aralık 2001'de faaliyete geçmiştir. ECN, elektronik ortamda emirleri eşleştirmekte ve aracıya gerek olmaksızın işlem yapılmasını sağlamaktadır. Sonuçta da, işlemler daha az maliyetle gerçekleşmektedir. Kore'nin ilk ECN'i Kore Elektronik İletişim Ağı Sistemi Şirketi olup, başta gelen 28 yerel aracı kurumun ortaklığıyla oluşmaktadır. Mesai sonrası işlemler 250 şirketle (200'ü KOSPI, 50'si Kosdaq olmak üzere) sınırlıdır ve işlem saatleri 16:30-21:00 arasındadır.

- **Open-end Mutual Funds (Açık Uçlu Yatırım Fonları)**
Yarı açık yatırım fonları Ağustos 2000'de kurulmuştur. Bu karma ürün, yatırımların %50'sine kadar olan kısmının yatırımından 3 ay geçtikten sonra, %100'ünün ise 6 ay geçtikten sonra geri alınabilmesine olanak vermektedir. Bu fonların başarısı üzerine Ocak 2001'de açık uçlu yatırım fonları kurulmuştur.
- **Kosdaq-50 Endeksine Dayalı Türev Ürünler**
KOFEX'te, Kosdaq-50 endeksine dayalı vadeli işlemler ve opsiyonlar sırasıyla Ocak ve Aralık 2001'de başlamıştır.
- **Wrap Account (Paket Hesabı)**
Aracı kurumlar, 2001 yılından itibaren danışmanlık bazlı hesapları pazarlayabilmektedir. Bu hesaplara göre, müşteriler kendi yatırım kararlarını vermektedirler. Ayrıca, bireysel paket hesap açma sınırı 40,000 \$'a, kurumsal hesap açma sınırı da 80,000 \$'a çıkarılmıştır. Yüksek bakiyeli hesaplar aracı kurumlar için daha verimli olup, azalan işlem komisyonları gelirlerini uzun dönemli ve yüksek bakiyeli müşterilerle dengelemeye çalışmaktadırlar.
- **Side-Car Trading Halt**
Kosdaq-50 endeksine dayalı vadeli işlemlerde volatilitayı dengelemek için geliştirilmiştir. Bir önceki günün en yüksek hacimli vadeli işlem kontratının fiyatı yine bir önceki günün kapanış fiyatından %5 oranında sapma gösterirse, işlemler 5 dakika süreyle durmaktadır.
- **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları**
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, 2001 yılının ikinci yarısından itibaren ihraç edilmeye başlanmıştır. Kore Borsasına kote olabilmeleri için, İnşaat ve Ulaştırma Bakanlığı tarafından onaylanmış olmaları, başlangıç sermayelerinin en az 40 milyon \$, halka açıklık oranının da en az %30 olması gerekmektedir.
- **Hisse Senedi Opsiyonları**
Doğrudan hisse senedi üzerine opsiyon işlemleri, 7 bluechip hisse ile başlamıştır. Bunlardan üçünde yabancıların işlem yapması yasaklanmıştır. Bu opsiyonlar için son işlem günü her ayın 2. Perşembesi olup, takas t+3'de gerçekleşmektedir.
- **Fiyat Kademelerinin Görüntülenmesi**
Yatırımcılara daha iyi fiyat ve derinlik bilgisi sunabilmek için Kore Borsası ve Kosdaq'ın işlem ekranlarında alış ve satış tarafında daha önce 5 kademe olarak görülebilen fiyat adımları 10 kademe görülebilir hale getirilmiştir.

- **Rüçhan Hakkı Pazarının Kurulması**
Ocak 2002’de, Kore Borsasında Rüçhan Hakkı Pazarı kurulmuştur.
- **Kore Borsasında Repo Piyasasının Kurulması**
Kore Borsasında Repo Piyasası Şubat 2002’de faaliyete geçmiştir.
- **Tezgahestü Türev İşlemler Piyasası**
Temmuz 2002’den itibaren Finansal Denetim Komisyonu, yerel aracı kurumların tezgahestü piyasada türev işlemler yapmalarına izin vermiştir.
- **Kore Borsası Borsa Fonları (ETFs)**
Hisse senedi piyasasında, uzun dönemli ve istikrarlı ürünlere talep yaratabilmek için Ekim 2002’de Borsa Yatırım Fonlarının ihracına izin verilmiştir.
- **Kamuyu Aydınlatma**
Kasım 2002’de halka açık şirketlere kamuyu aydınlatma zorunluluğu getirilmiştir. Buna göre, şirketler geleceğe ait planları, projeksiyonları, iştirakleri ve gerçekleşmiş karları gibi önemli bilgileri açıklamakla yükümlü kılınmışlardır. Şirketler, kamuyu aydınlatma gereğini 1 yıl içerisinde 6 kez ihlal ederse Kore Borsası veya Kosdaq kotasyonundan çıkarılmaktadır. Eğer şirket bu kuralı 1 yıl içerisinde 4 kez ihlal ederse, Kore Borsası şirketi gözetim altına almakta, Kosdaq da yatırım uyarısı vermektedir. Eğer şirket Kore Borsası gözetimine girdikten sonra 6 ay içerisinde 1 kez daha kuralı ihlal ederse kotasyondan çıkarılmaktadır.
- **1 Yıllık Parasal Stabilizasyon Bono Faizine Dayalı Vadeli İşlemler**
Kore Vadeli İşlemler Borsasında işlem görmekte olup, yatırımcılara daha düşük riskli ve çeşitlendirilmiş yatırım olanakları sunmaktadır. Bu kontratların takasları her 3 ayda olmakta ve nihai takas da nakitle gerçekleşmektedir.
- **Hisse Senedi İlişkili Senetler (Equity Linked Notes)**
Hisse senedi ilişkili senetler, Ocak 2003’den itibaren ihraç edilmeye başlanmıştır. Yatırımcılar, olumsuz piyasa koşullarında anaparalarını alabilmekte, olumlu koşullarda da kazançlarını aracı kurumla paylaşmaktadırlar.
- **Temettü Düzenlemeleri**
Maliye Bakanlığı, temettü elde etme amaçlı yatırımları teşvik etmek için yeniden düzenleme yapmıştır. Buna göre, kote

şirketler, temettü ödeme oranlarını nominal değere göre değil piyasa değerine göre açıklayacaklardır. Yeni temettü ödeme oranı, şirket yöneticilerinin şirket değerine odaklanmasını sağlamaktadır. Şirketler, her üç ayda ödenecek temettüler için kendi kurallarını belirlemekle yükümlüdürler.

- **Kosdaq Borsasında İşlem Gören Fonlar**

Kosdaq Borsasında Nisan 2003'de Borsa Fonlarının ihracına izin verilmiştir. Net aktif değeri her işlem gününün sonunda hesaplanan yatırım fonlarının aksine, Borsada işlem gören fonların fiyatı gün içerisinde değişmektedir. Kosdaq Borsası fonları, Kosdaq 50 endeksine dayalıdır.

- **Elektronik İletişim Ağı Sisteminde Fiyat Limiti**

ECN piyasası için, işlemleri teşvik amacıyla fiyat limiti getirilmiştir. Fiyat limiti, bir önceki işlem gününün kapanış fiyatı üzerinden %5 sapma olarak tanımlanmıştır.

- **Kore Borsası'nda Kotasyondan Çıkarma Standartlarının Güçlendirilmesi**

Piyasa şeffaflığının artması için Kore Borsası kotasyon şartlarını revize etmiştir. Örneğin, şirketin sermayesinde azalma olursa veya şirket reorganizasyon süreci başlatırsa, derhal gözetime alınmadan kotasyondan çıkarılmaktadır.

Kore Sermaye Piyasası Kurumları

Sermaye piyasasının yönetimini devlet kuruluşları ve özdüzenleyici kuruluşlar olmak üzere 2 grup gerçekleştirmektedir.

Devlet Kuruluşları;

- Maliye ve Ekonomi Bakanlığı (MOFE): Kore sermaye piyasasını yönetir ve kontrol eder. Ekonomik ve finansal gelişim politikalarının belirlenmesinden sorumludur.
- Finansal Denetleme Komisyonu (FSC): Sermaye ve vadeli işlemler dahil olmak üzere finansal piyasaların denetim ve gözetimi yapmaktadır. Türkiye'deki SPK muadilidir.

Özdüzenleyici Kuruluşlar;

- Kore Aracı Kuruluşlar Birliği (KSDA)
- Kore Borsası (KSE)

Devlet Kuruluşları

Maliye ve Ekonomi Bakanlığı (MOFE)

Finans piyasasının istikrarını sağlamak amacıyla finansal politikalarla ilgili kanunlardan sorumludur. Bakanlık Şubat 1998'de, finansal denetleme yetkilerini Finansal Denetleme Komisyonu'na, mali fonksiyonlarını da Kore Merkez Bankasına (Bank of Korea) devretmiştir.

Orta ve uzun vadeli ekonomik ve finansal politikaların, ilgili düzenlemelerin oluşturulması, vergi politikalarının uygulanması, milli hazine, kaynak yönetimi ve dış borç yönetim sisteminin kurulmasından sorumludur.

Finansal Denetleme Komisyonu (FSC)

Nisan 1998'de kurulan FSC, sermaye piyasası, bankacılık ve sigorta sektörlerinin ortak finansal denetçisidir. Başbakanlığa bağlı olmakla birlikte, görev ve yetkileri Başbakanlık ve diğer devlet kuruluşlarından bağımsız, özerk bir kurumdur. Ülkedeki tüm finansal kurumlar Finansal Denetim Komisyonu ve onun icra organı olan Finansal Denetim Servisi'nin denetimine tabidir.

Ayrıca, Menkul Kıymet ve Vadeli İşlemler Komisyonu (SFC) Finansal Denetim Komisyonunun alt birimi olarak yapılandırılmıştır.

Finansal Denetim Komisyonunda 9 kurul üyesi vardır. Başkan ve Başkan Yardımcısı, Bakanlar Kurulu ve Maliye ve Ekonomi Bakanının önerisi üzerine Devlet Başkanı tarafından 3 yıllık süre için atanmaktadır. Diğer üyeler de yine aynı şekilde 3 yıllık süre için Devlet Başkanı tarafından atanmaktadır. Komisyon üyeleri yeniden atanabilmektedir. Öneriler, muhasebe deneyimli üye için Maliye ve Ekonomi Bakanlığından, finans deneyimli üye için Finansal Denetim Komisyonundan, hukuk deneyimli üye için Adalet Bakanlığından ve sektör temsilcisi için de Sanayi ve Ticaret Odasından gelmektedir. Diğer 3 üyelik de, Maliye ve Ekonomi Bakanlığı Müsteşarı, Merkez Bankası Başkanı ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Şirketinin Genel Müdürü için ayrılmıştır.

Komisyon kararları oy çokluğuyla alınmaktadır. Komisyon, denetim

kurallarının uygulanması ve değişikliklerinden, finansal kurumların faaliyetlerinden ve lisanslanmasından sorumludur. Tüm finansal kurumların denetlenmesinden sorumlu olan Komisyon, sermaye ve vadeli işlemler piyasalarının da denetimini Menkul Kıymet ve Vadeli İşlemler Komisyonu (SFC) aracılığıyla gerçekleştirmektedir. Finansal kriz sırasında, en önemli rollerinden biri finansal sektördeki yeniden yapılanma sürecini teşvik etmek olmuştur.

Menkul Kıymet ve Vadeli İşlemler Komisyonu (SFC)

Menkul Kıymet ve Vadeli İşlemler Komisyonu, Finansal Denetleme Komisyonu içerisinde ayrı bir organ olup, sermaye piyasası ve vadeli işlemler piyasalarını denetlemekle sorumludur.

İcra organı 5 üyeden oluşur. Başkan, Başkan Yardımcısı ve 3 üye. Başkanlık görevi, Finansal Denetleme Komisyonunun Başkan Yardımcısı tarafından üstlenilmiştir. Diğer üyeler ise, Finansal Denetleme Komisyonu Başkanının önerisi ile 3 yıl için Devlet Başkanı tarafından atanır. Kararlar için oy çoğunluğu gerekmektedir.

2002 yılında Komisyona, hisse senedi işlemlerindeki dolandırıcılık ve yolsuzluk vakalarının artmasıyla, aracı kurumlarda manipülasyon ve diğer kanun dışı uygulamalarla ilgili araştırma yapma yetkisi verilmiştir.

Başlıca görevleri;

- Sermaye ve vadeli işlemler piyasalarında, haksız rekabet, içerden öğrenenlerin ticareti ve manipülasyonu incelemek,
- Muhasebe standartları ve denetim ile ilgili faaliyetlerin düzenlenmesi,
- Finansal Denetim Komisyonunun sermaye piyasası ile ilgili kararlarına kesinleşmeden önce görüş vermek,
- Finansal Denetim Komisyonu ve diğer kanunlarla öngörülen görevleri yerine getirmektir.

Finansal Denetim Servisi

Ocak 1999'da, mevcut 4 kurumun; Bankacılık, Sermaye Piyasası, Sigorta Denetleme Kurulları ve Kredi Yönetimi Fonunun ortak ve üst denetim organı olarak kurulmuştur.

Başlıca amacı, Kore finansal piyasalarında adil ve dürüst işlemlerin gerçekleşmesini sağlamak ve yatırımcıları korumaktır.

Finansal Denetim Servisi, özerk bir kamu kurumu olup, sermayesi yoktur. Sorumlulukları, hukuk ve inceleme olarak ikiye ayrılmıştır.

Özdüzenleyici Kuruluşlar

Kore Aracı Kuruluşlar Birliği (KSDA)

KSDA (The Korea Securities Dealers Association) 1953 yılında Kore sermaye piyasasında özdüzenleyici bir kuruluş olarak kurulmuştur.

Başlıca amaçları; yatırımcı haklarının korunmasını, birlik üyelerinin belirlenmiş kurallar çerçevesinde faaliyet göstermesini, haksız rekabetin önlenmesini ve sermaye piyasasının geliştirilmesini sağlamaktır.

Kore Borsası (KSE)

Kore Borsası, 1956 yılında kurulmuştur. Kanunda yapılan değişikliklerle yarı özerk, üyeleri tarafından yönetilen ve sahip olunan bir kurum haline gelmiştir. Kar amacı olmayan Borsa, lisansı olan aracı kurumlara üyelik hakkı vermektedir.

Başlıca görevleri, menkul kıymet piyasasının düzenli işleyişini sağlamak, üyeleri denetlemek ve onlara hizmet vermektir.

Diğer Sermaye Piyasası Kurumları

Kosdaq Borsası

Kosdaq Borsası, 1996 yılında, bilgi teknolojisi (knowledge-based) ve yüksek teknoloji (high-tech) şirketleri ile küçük ve orta ölçekli şirketlerin finansman sağlamasını kolaylaştırmak amacıyla kurulmuştur. Başlıca faaliyetleri; yatırımcılara yeni ve çeşitli yatırım araçları sunmak, girişim sermayesi ve yeni gelişen iş kolları için fon sağlanmasına aracılık etmek, yatırım sermayesi kapsamında girişim sermayesi şirketlerinin yeni fonlar ihraç etmesini kolaylaştırmaktır.

Kore Aracı Kuruluşlar Birliği (KSDA), 1987 yılında Tezgahüstü Pazar Yönetim Merkezini kurmuş, 1996 yılında da bu piyasayı Kosdaq

Borsası olarak yeniden yapılandırmıştır. KSDA, iştiraki olan Kosdaq Borsasındaki menkul kıymetlerin kotasyonu, gözetimi, şüpheli durumların raporlanması ve kotasyondan çıkarılmasından sorumludur.

Kosdaq, Kore Borsası'na göre daha basit olan kotasyon şartları ve yüksek teknoloji şirketlerinin pazarı olarak tanınması nedeniyle tercih edilmektedir. Vizyonu ise, Asya'da önde gelen yüksek teknoloji şirketlerinin borsası olmaktadır. Kosdaq işlem hacminin %75'i uzaktan erişim yolu ile gerçekleşmektedir. 2000 yılında Kore'deki tüm halka arzlar Kosdaq Borsası'nda gerçekleşmiştir.

KOFEX

KOFEX, Kore Vadeli İşlemler Borsası, ülkenin tek türev araçlar borsasıdır. Borsa, Nisan 1999'da, Amerikan Doları, mevduat faizi, altına dayalı vadeli işlemler ve Amerikan Dolarına dayalı opsiyonlar olmak üzere 4 ürünle faaliyete geçmiştir. Eylül 1999'da devlet tahviline dayalı vadeli işlemler, 2001 yılında da Kosdaq-50 endeksine dayalı vadeli işlemler ve opsiyonlar işlem görmeye başlamıştır. Mayıs 2002'de de, devlet tahviline dayalı opsiyonlar işlem görmeye başlamıştır.

KOFEX, vadeli işlemlerin ve opsiyonların takasını kurum bünyesinde gerçekleştirilmektedir.

Kore Menkul Kıymetler Finansman Şirketi (KSFC)

Ekim 1955'de kurulan Kore Menkul Kıymetler Finansman Şirketi, Menkul Kıymet ve Borsa Kanuna göre ülkedeki tek menkul kıymet kredisi sağlayan şirket durumundadır. Birincil ve ikincil piyasalardaki finansman olanaklarını kolaylaştırmaktadır. Başlıca diğer faaliyetleri ise, yüklenici kurumlara yüklenim ve piyasa yapıcılığı faaliyetleri için kredi vermek, menkul kıymet işlemleri için fon sağlamak veya menkul kıymetleri ödünç vermek, yüklenicilerden yeni ihraçlar kapsamında hisse senedi almak isteyen bireylere kredi verilmesi, repo ve ters repo işlemleri yapmaktır.

Kore Takas ve Saklama Merkezi (KSD)

Nisan 1994'te Menkul Kıymet ve Borsa Kanununda yapılan değişiklikle Kore Menkul Kıymet Takas Şirketi A.Ş.'den kamu kuruluşuna

dönüştürülmüştür. Sonuçta, Kore Takas ve Saklama Merkezi (KSD) ülkenin tek takas merkezi olarak kurulmuştur. Menkul kıymetlerin fiziki dolaşıma gerek olmaksızın hesaplar ve muhasebe kayıtları aracılığıyla takas hizmeti vermektedir. Diğer faaliyetleri ise, yabancı yatırımcılar için temsilcilik hizmeti verilmesi, Kosdaq ve Kore Borsasındaki işlemlerin takasını gerçekleştirmek, devlet ve özel tahvillerin tescilini yapmak, menkul kıymet transfer ve saklama hizmetleri vermektir.

Kore Menkul Kıymet Bilgi İşlem Şirketi

Eylül 1977'de kurulan Kore Menkul Kıymet Bilgi İşlem Şirketi, tamamen Kore Borsasına ait bir iştirak olup, menkul kıymet işlemleri sistemini işletmektedir. Entegre bir sistem olup, tüm sermaye piyasasındaki menkul kıymet işlemlerini idare etmektedir. Aracı kurumların ve şubelerinin Kore Borsası ve Kosdaq'a verdikleri emirlerin iletilmesi, yerine getirilmesi ve konfirmasyonundan sorumludur.

Kore Borsasına Kote Şirketler Birliği

Aralık 1973'de kurulan Birlik, halka açık şirketleri ve yatırımcılarını temsil etmektedir. Amacı, üyeleri arasındaki ilişkileri geliştirmek ve Kore sermaye piyasasının gelişimine katkıda bulunmaktır.

Kosdaq Borsasına Kote Şirketler Birliği

Haziran 1999'da kurulan Birliğin başlıca amaçları, üyeleri ve Kosdaq borsası arasındaki işbirliğinin gelişimini sağlamak, Kosdaq'a kote olan şirketlerin ve yatırımcılarının çıkarlarını korumaktır.

Kore Yatırım Ortaklıkları Birliği

Mayıs 1996'da kurulan Birlik, yatırım ortaklığı sektörünü geliştirmeyi, üyeleri arasındaki işbirliğini arttırmayı ve paydaşlarının haklarını korumayı amaçlamaktadır.

Kore ve Türkiye Sermaye Piyasaları

Kore sermaye piyasasının gelişimi ile Türkiye sermaye piyasasının kıyaslanması da ekonomik gelişimdekine benzer bir tablo sergilemektedir.

Kore’de menkul kıymet borsaları Kore Borsası, Kosdaq ve türev ürünlere özel Kofex’tir. Ülkemizde ise hisse senetleri ve sabit getirili menkul kıymetlerin işlem gördüğü İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve Temmuz 2002’de kurulan ancak henüz faaliyete geçmeyen Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası mevcuttur. Son finansal krizi takiben IMF önerisi ile kurulan İMKB bünyesindeki vadeli işlemler piyasası çok etkin değildir. Sadece bankaların işlem yapabildiği bu piyasada yüksek teminatlar nedeniyle hacim istenen boyutlara ulaşamamıştır.

Borsaya Kote Şirket Sayısı

Borsaya kote şirket sayısındaki artışlar, zaman içerisinde hisse senedi ihraç etmek suretiyle sermaye piyasasından kaynak sağlayan şirket sayısını göstermektedir. Azalışlar ise çeşitli sebeplerle borsa kotundan çıkan veya çıkarılan şirketleri ifade etmektedir.

Halka Açık Şirket Sayısı	1990-2002					Değişim
	1990	1995	2000	2001	2002	
Kore Borsası	669	721	704	689	683	2%
Kosdaq			608	721	843	A.D.
Güney Kore Toplam	669	721	1,312	1,410	1,526	128%
Türkiye - İMKB	110	205	315	310	288	162%

Kaynak: WFE, İMKB

Kore’deki halka açık şirket sayısı 1995-2002 döneminde hızla artış göstererek, iki katından fazla bir sayıya ulaşmıştır. Bunda Kosdaq’ın faaliyete geçmesinin de etkisi vardır. 1995 yılında Kore Borsasında 721 şirket halka açıkken, İMKB’de ise 205 şirket işlem görmekteydi. İMKB ve Kosdaq yeni kurulmuş borsalar olduğu için 1995-2000 döneminde kote şirket sayıları hızla artmıştır. Ancak, hem Kore Borsası hem de İMKB’de krizler sonrası kotasyondan çıkarmalar ve sınırlı halka arzlar nedeniyle, halka açık şirket sayısında düşüş izlenmiştir. Genel olarak bakıldığında ise, Kore’de işlem gören şirket sayısı İMKB’de işlem görenlerin 5 katından fazladır.

Halka Arzlar

Türkiye, finansal krizler öncesi 2000 yılında halka arz büyüklüğü açısından Kore'deki iki borsanın toplamını geride bırakmıştır. Ancak krizler sonrasındaki birincil piyasa hacmi daralmış, 2001 yılında 240 bin \$, 2002'de ise 56 milyon \$ tutarında halka arz gerçekleştirilmiştir. 2000 yılında Kore'deki tüm halka arzlar Kosdaq'ta gerçekleşmiştir ve faaliyete geçtiğinden beri bu piyasadaki halka arz büyüklüğü Kore Borsasındakinden çok yüksek olmuştur. Bunun başlıca nedeni kotasyon şartlarının daha esnek olmasıdır.

Halka Arz Tutarları (milyon \$)	1995	2000	2001	2002
Kore Borsası	752.3	0.0	168.9	475.5
Kosdaq		2,256.3	1,009.5	895.1
Güney Kore Toplam	752.3	2,256.3	1,178.3	1,370.7
Türkiye - İMKB	230.0	2,800.0	0.2	56.0

Kaynak: FSC, İMKB

Borsaların Ülke Ekonomilerindeki Yeri

Borsaların ülke ekonomisindeki yeri ve öneminin genel bir göstergesi olarak işlem gören şirketlerin piyasa değerinin gayri safi yurtiçi hasılaya oranı kullanılmaktadır.

Piyasa Değeri (milyar \$)	1990	1995	2000	2001	2002	1990-2002 Değişim
Kore Borsası	110.3	182.0	148.4	194.5	215.9	96%
Kosdaq			23.0	39.1	31.2	A.D.
Güney Kore Toplam	110.3	182.0	171.4	233.5	247.1	124%
Türkiye - İMKB	18.7	20.8	69.5	47.7	34.4	84%

Kaynak: KSE, Kosdaq, İMKB

Piyasa Değeri/GSYİH	1990	1995	2000	2001	2002
Kore Borsası	43.7%	37.2%	32.1%	45.5%	45.3%
Kosdaq			5.0%	9.1%	6.5%
Güney Kore Toplam	43.7%	37.2%	37.1%	54.7%	51.8%
Türkiye - İMKB	14.1%	16.3%	37.5%	38.5%	20.4%

Kaynak: KSE, İMKB, IMF

Kore ekonomisinde sermaye piyasasının önemi gittikçe artmaktadır. Asya krizi sonrasında Kore Borsasının gerileyen piyasa değeri nedeniyle ekonomideki payı azalmışsa da, Kosdaq'ın faaliyete geçmesiyle, bu etki azalmıştır. 2002 yılında bu oran %52 seviyesine gelmiştir. Benzer şekilde, Türkiye ekonomisinde de sermaye

piyasaının payı yıllar içinde artmış ancak 2000 ve 2001 yıllarındaki krizler sonrasında gerileyen piyasa değeri nedeniyle bu oran %20'lere düşmüştür.

Hisse Senedi İşlem Hacmi ve Piyasa Değeri

2000 yılında Kore'deki toplam hisse senedi işlem hacmi 1 trilyon \$'a ulaşmıştır. Bu değer aynı dönem için Türkiye'deki hacmin 6 katıdır. Kore'deki toplam hacim 2001 yılında Türkiye'dekinin 9 katı, 2002'de ise 12 katı olarak gerçekleşmiştir. İMKB'nin işlem hacmi Kore'nin daha düşük hacimli borsası olan Kosdaq'ın bile çok altında kalmaktadır.

HS Hacmi (milyar \$)	1990-2002					Değişim
	1990	1995	2000	2001	2002	
Kore Borsası	76	185	556	381	593	684%
Kosdaq			512	329	235	A.D.
Güney Kore Toplam	76	185	1,068	710	828	995%
Türkiye - İMKB	6	52	180	80	70	1096%

Kaynak: KSE, Kosdaq, İMKB

Hisse senedi işlem hacminin piyasa değerine oranlanması bir borsanın hisse senedi devir hızını göstermektedir. Devir hızı, işlem gören şirket değerinin kaç katı kadar işlem yapıldığının göstergesidir. Yüksek devir hızı, düşük likidite riskinin yanı sıra bu borsalarda kısa vadeli yatırımların daha ağırlıklı olduğuna işaret etmektedir. Güney Kore ve Türk borsalarının yıllar itibarıyla devir hızı yüksek borsalar olduğu görülmektedir.

Hisse Senedi Hacmi/Piyasa Değeri	1990	1995	2000	2001	2002
Kore Borsası	69%	102%	375%	196%	275%
Kosdaq			2221%	843%	754%
Güney Kore Toplam	69%	102%	623%	304%	335%
Türkiye - İMKB	31%	252%	259%	168%	203%

Kaynak: KSE, Kosdaq, İMKB

Sabit Getirili Menkul Kıymetler

Sabit getirili menkul kıymetler (SGMK) kamu ve özel sektör borçlanma senetleri olarak ikiye ayrılabilir. Kamu borçlanma gereğinin fazla olduğu ülkelerde devlet tahvili ve hazine bonosu öne çıkarken, bu bakımdan daha dengeli olan ekonomilerde özel şirket tahvil ve bonolarına talep artmaktadır.

Kore’de 2002 yılı sonunda kamuya ait tahviller toplam SGMK’ların %75’ini oluştururken, özel sektör tahvilleri de %25’ini oluşturmaktadır. Ülkemizde, kamu kesimi borçlanma gereğinin iyice arttığı son yıllarda SGMK’lerin tümü kamu kesimi tarafından ihraç edilen devlet tahvili ve hazine bonolarından oluşmaktadır. 1995 yılında toplam SGMK içinde %6 oranında ağırlığı olan finansman bonusu, VDMK gibi özel sektör borçlanma senetleri son altı yıldır ihraç edilememektedir.

Kore SGMK Stoku (myr. \$)	1995	2000	2001	2002	2002 % Dağılım
Kamu	90	236	274	352	75%
Özel	73	102	106	118	25%
Toplam	163	337	381	470	100%

Kaynak: KSE

Türkiye SGMK Stoku (myr. \$)	1995	2000	2001	2002	2002 % Dağılım
Kamu	20	55	85	92	100%
Özel	1	0	0	0	0%
Toplam	21	55	85	92	100%

Kaynak: SPK

Sabit getirili menkul kıymet stokunun ülkemiz ekonomisindeki ağırlığı yıllar içerisinde artış göstermiştir. Ancak yine de Kore’nin gerisindedir.

Toplam SGMK/GSYİH	1995	2000	2001	2002
Güney Kore	33%	73%	89%	99%
Türkiye	16%	29%	70%	55%

Kaynak: KSE, İMKB

Kore’de kamu tahvilleri, devlet tahvilleri ve diğer kamu tahvilleri olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Hazine Tahvilleri, Milli İmar Tahvilleri (National Housing Bonds) ve Döviz Endekli Stabilizasyon Tahvilleri devlet tahvillerinin başlıcalarıdır. Diğer kamu tahvilleri ise; Seoul Metropol Hızlı Transit Şirketi Tahvilleri, Bölgesel Kalkınma Tahvilleri, Parasal Stabilizasyon Tahvilleri, Finansal Borçlanma Senetleri, Kore Elektrik Şirketi Tahvilleridir.

1999 yılında düzenlemelerde değişiklik yapılarak, bireysel yatırımcıların da birincil pazardaki ihalelere katılmaları sağlanmıştır. Ayrıca devlet, tahvil piyasası ihale sistemini Merkez Bankası kanalıyla

yürütülen elektronik ihale sistemine değiştirmiştir.

Özel sektör tahvilleri ise garantili tahviller, garantisiz tahviller, ipotek garantili tahviller, kısa ve uzun dönemli tahviller, sabit ve değişken faizli tahviller ve özel hakları olan tahvillerdir. Özel hakları olan tahviller, hisse senedine değiştirilebilir tahviller, warrant'lı tahviller, katılım tahvilleri ve opsiyonlu tahvillerdir.

Kriz öncesinde, çoğu özel sektör tahvili kredi riski görülmediği için garantili şekilde ihraç edilirken, kriz sonrasında kredi riskindeki artış nedeniyle, yerel finansal kurumlar tahvillere garantör olmaktan kaçınmışlardır. 1998 yılının ikinci yarısından itibaren, garantisiz özel sektör tahvilleri ihraç edilmeye başlanmıştır.

Özel Sektör Tahvilleri - Kore	1995	2000	2001	2002
İhraç (milyar \$)	31	52	67	62
Stok (milyar \$)	79	106	116	150
İtfa (milyar \$)	13	40	51	41

Kaynak: Finansal Denetleme Komisyonu

İkincil piyasada işlemler Kore Borsası ve KSDA'nin tezgahüstü piyasasında yapılmaktadır. Kore Borsası, kote tahviller için rekabetçi işlem ortamı sağlayan bir piyasadır. Tezgahüstü piyasa ise, hem kote hem de kote olmayan tahvillerin bireysel yatırımcılar, aracı kurumlar ve finansal kurumlar tarafından işlem gördüğü piyasadır. Genelde, düşük işlem maliyetleri ve sağladığı esneklik nedeniyle tezgahüstü piyasa tercih edilmektedir. Kore'de tezgahüstü piyasada yapılan repo işlemleri için Şubat 2002'de Kore Borsasında bir pazar açılmıştır.

SGMK Kesin Alım-Satım Hacmi	1995	2000	2001	2002
Kore (milyar \$)	300	1,979	1,858	1,766
Türkiye (milyar \$)	17	263	37	67

Kaynak: KSDA, İMKB

Kore'deki SGMK Kesin Alım-Satım hacmi 2002 yılı itibariyle Türkiye'nin 26 katı durumundadır. Bunda Türkiye'nin kriz sonrası azalan hacminin de etkisi vardır.

Borsada İşlem Gören Yatırım Fonları (ETFs)

Borsada işlem gören yatırım fonları, borsaya kote olan ve hisse senetleri gibi alınıp satılabilen, baz olarak aldığı bir endeksin fiyat ve getiri performansını çok yakından yansıtan açık uçlu yatırım fonlarıdır. Kısaca, borsada alınıp satılabilen endeks fonlarıdır. Bu yeni araç sayesinde, yatırımcılar çeşitli hisse senedi piyasalarına sektör ve endeks bazında düşük maliyetle yatırım yapma olanağına sahip olabilmektedir.

Kore Borsası Ekim 2002'de yatırımcılara esneklik, düşük maliyet ve portföy çeşitlendirmesi sağlayan ETF'ler için bir piyasa açmıştır. 2002 yıl sonunda KOSPI-200 ve KOSPI-50 endekslerini baz alan 2 ETF varken 2004 yılı başında 4 ETF mevcuttur. 2003 yılında ETF işlem hacmi 4.3 milyar \$ olmuştur. Piyasa değeri ise sene başındaki 288 milyar \$ değerinden 518 milyar \$'a yükselmiştir.

Türev Ürünler Piyasası

1980'li yılların ortasında fizibilite çalışması başlayan türev ürünler, 1993 yılında bu konuyla ilgili komitenin kurulmasıyla hız kazanmıştır. Komitenin amacı işlem kural ve düzenlenmelerini geliştirmek ve takas sistemini formüle etmektir. Bu kapsamda, Aralık 1995'de Vadeli İşlemler Kanunu çıkarılmıştır.

Mayıs 1996'da Kore Borsası, KOSPI-200 endeksi üzerine vadeli işlem piyasası oluşturmuştur. Vadeli işlem kontratlarını baz alan bu ürünün başarılı performansının takiben de opsiyon piyasası Temmuz 1997'de oluşturulmuştur.

Nisan 1999'da Kore Vadeli İşlemler Borsası (KOFEX) faaliyete geçmiştir. Emtia ve finansal ürünlere dayalı vadeli işlem ve opsiyonlar ile hisse senedi üzerine türev ürünler KOFEX'de işlem görmeye başlamıştır.

KOSPI-200 Vadeli İşlem Kontratları	1998	1999	2000	2001	2002
Toplam Kontrat Sayısı (bin)	17,893	17,200	19,666	31,502	42,868
Günlük Ortalama Kontrat Sayısı (bin)	61	69	81	128	175
İşlem Hacmi (milyar \$)	290	691	760	874	1,598
Günlük Ort. İşlem Hacmi (milyar \$)	1.0	2.8	3.2	3.6	6.5

Kaynak: KSE

KOFEX'teki mevcut ürünler, devlet tahvili faizleri ve dolar üzerine vadeli işlem ve opsiyonlar ile faize, altına, KOSDAQ-50 endeksine ve Parasal Stabilizasyon Tahvili faizine dayalı vadeli işlem kontratlarıdır.

Aralık 2001'de, KOSDAQ-50 endeksine dayalı opsiyonlar ve Mayıs 2002'de de devlet tahviline dayalı opsiyonlar işlem görmeye başlamıştır. Kore Borsası'nda işlem görmeye devam eden KOSPI-200 endeksine dayalı vadeli işlem ve opsiyon kontratları ise Ocak 2004'ten itibaren KOFEX'te işlem görmeye başlamıştır. Böylece tüm türev ürünler KOFEX çatısı altında toplanmıştır.

Kore Borsası'ndaki KOSPI-200 Vadeli İşlem Piyasası toplam işlem hacmi, türeve konu varlık değeri açısından, 1998 yılındaki 290 milyar \$'dan 2002 yılında 1.6 trilyon \$'a ulaşmıştır. Özellikle 2002 yılında büyük çıkış yapan piyasanın toplam işlem hacmi 2001 yılına göre %83 oranında artmıştır. Günlük ortalama kontrat sayısı 175,000 olup, işlem hacmi ise 6.5 milyar \$'dır. Kısa geçmişine rağmen KOSPI-200 Vadeli İşlemler Piyasası gelişmiş ülkelerle kıyaslanabilir büyüklüğe ulaşmıştır.

Bu piyasadaki yatırımcı gruplarına bakıldığında ilk sırayı %37 pay ile bireysel yatırımcılar almaktadır. Aracı kurumların payı %35, yabancı yatırımcıların %14, kurumsal yatırımcıların %9 ve diğerlerinin de %5'tir.

KOSPI-200 Opsiyon Kontratları	1998	1999	2000	2001	2002
Toplam Kontrat Sayısı (bin)	32,311	79,937	193,829	823,290	1,889,824
Günlük Ortalama Kontrat Sayısı (bin)	111	321	804	3,347	7,745
İşlem Hacmi (milyon \$)	1,592	7,257	14,701	36,678	100,086
Günlük Ort. İşlem Hacmi (milyon \$)	5	29	61	149	410

Kaynak: KSE

Toplam işlem hacmi, türeve konu varlık değeri açısından, 1998 yılındaki 1.5 milyar \$'dan 2002 yılında 100 milyar \$'a ulaşmıştır. Vadeli işlemlerdekine benzer şekilde, 2002 yılında piyasanın toplam işlem hacmi 2001 yılına göre 3 kat artmıştır. Günlük ortalama kontrat sayısı 7.7 milyon adet olup, işlem hacmi ise 410 milyon \$'dır. 1997 yılında kurulan bu piyasa, yatırımcıların hisse senedi fiyatlarındaki değişimlere karşı korunma istekleri nedeniyle hızla büyümüştür.

Bu piyasadaki işlem hacminin %61'ini bireysel yatırımcılar, %26'sını aracı kurumlar, %10'unu yabancı yatırımcılar, %1'ini kurumsal yatırımcılar ve %2'sini diğer yatırımcılar gerçekleştirmektedir.

Yatırım Fonları ve Ortaklıkları

Kore hükümeti, Eylül 1998'de yatırım ortaklıklarının kurulmasına izin vermiştir. Yatırım ortaklıkları Kore Borsası veya Kosdaq'a kote olabilmektedir ve sermaye kazancı vergisinden muaftırlar. Kore Borsasında 1, Kosdaq Borsasında ise 13 adet yatırım ortaklığı kotedir.

Yarı açık yatırım fonları Ağustos 2000'de kurulmuştur. Bu karma ürün, yatırımcıların fonlarının %50'sine kadar olan kısmını yatırımın üzerinden 3 ay geçtikten sonra, %100'ünü ise 6 ay geçtikten sonra alabilmelerine olanak vermektedir. Bu fonların başarısı üzerine Ocak 2001'de açık uçlu yatırım fonları kurulmuştur.

Yatırım Fonları	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Kore (milyon \$)	53,112	165,028	167,177	110,613	119,439	149,544
Türkiye (milyon \$)	927	1,106	2,258	2,884	3,287	5,700

Kaynak: ICI, SPK

Kore'de 2002 yıl sonunda yatırım fonu büyüklüğü 150 milyar \$ iken, Türkiye'de 5.7 milyar \$'dır.

Yatırım Fonları/GSYİH	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Kore	11.1%	52.0%	41.2%	24.0%	28.0%	31.4%
Türkiye	0.7%	0.7%	1.6%	1.6%	2.7%	3.4%

Kaynak: ICI, SPK, IMF

Yatırım fonları portföy büyüklüğünün GSYİH'ya oranı, ülkedeki kurumsal yatırımcı tabanının gelişmişliğinin göstergesidir.

Türkiye'de yatırım fonlarının GSYİH'ya oranı yıllar itibarıyla artmasına rağmen Kore ile kıyaslandığında çok düşük kalmaktadır. Yıllar itibarı ile düzenli bir artış gösterse de Türkiye'de bu oran 2002 yılında sadece %3.4'e ulaşmıştır.

Aracı Kurumlar

Kore'de aracı kurumlar Menkul Kıymetler ve Borsa Kanunu hükümlerine göre kurulmakta ve faaliyetlerini yürütmektedirler. Ocak

2004 itibariyle, Kore’de 64 aracı kurum faaliyet göstermektedir. Bunların 21 tanesi yabancı kurumların şubeleridir.

1998-2002 yılları arasında 5 aracı kurumun lisansı iptal edilmiş, 4 tanesi başka aracı kurumlarla birleşmiş, 3 tanesi de kapanmış veya tasfiye olmuştur.

İnternet piyasasındaki canlılıkla beraber piyasadaki kontrollerin kalkması, piyasaya giriş bariyerlerini azaltmıştır. Aralık 1997’de, IMF niyet mektubunda belirtildiği üzere aracı kurumlar için gerekli asgari sermaye tutarı düşürülmüştür. Finansal piyasalar da liberalleştirilerek, yabancı kurumların girişi kolaylaştırılmış ve sermaye piyasasında serbest rekabet canlanmıştır. Ayrıca, geçmişte bir aracı kurumun hizmetlerini sunabilmesi için şube ağı oluşturması gerekirken, işlemlerin internet üzerinden gerçekleştirilmeye başlanması ile sektöre giriş maliyetleri de azalmıştır.

İnternet İşlem Hacimleri (milyar \$)	1998	1999	2000	2001	2002
Hisse Senedi	8.1	416.4	1,192.4	945.8	1,065.1
Vadeli İşlemler	7.8	156.4	512.8	711.0	1,455.4
Opsiyonlar	0.1	2.6	10.4	39.4	111.8
Toplam	16.0	575.4	1,715.6	1,696.2	2,632.3

Kaynak: KSE, Kosdaq, Kofex

İnternet işlem hacimleri, halka arzları da kapsamaktadır. 2002 yılı itibariyle, internet üzerinden gerçekleştirilen hisse senedi işlem hacmi 1.1 trilyon \$ olup toplam birincil ve ikincil piyasa işlem hacminin %64’ünü oluşturmaktadır. Bu oran vadeli işlemler için %45 ve opsiyonlar için de %56’dır.

Yerel Aracı Kurumlar	1996	2000	2001	2002
Aracı Kurum Sayısı	34	42	44	42
Şube Sayısı	1,081	1,696	1,681	1,714
Toplam Personel	30,700	52,258	50,347	54,885

Kaynak: KSDA

Kore’deki yerel 42 aracı kurumun toplam şube sayısı 2002 sonu itibariyle 1,714’tür ve toplam personel sayısı ise 55,000 civarındadır. Yabancı kurum sayısı ise 17 olup, bu kurumlarda çalışan personel sayısı da 1,000 civarındadır. Türkiye’de ise 2002 yılında 119 aracı

kurumun acentelerle birlikte 3,995 şubesi ve 6,636 çalışanı vardır.

Yabancı Aracı Kurumlar	1996	2000	2001	2002
Aracı Kurum Sayısı	19	20	19	17
Toplam Personel	586	966	1,024	990

Kaynak: KSDA

Kore'deki aracı kurumların 2001 yıl sonu itibariyle 43 milyar \$ aktif büyüklüğü, 9 milyar \$ özsermayesi, 953 milyon \$ faaliyet karı ve 519 milyon \$ net karı vardır. Asya krizi sırasında zarar yaşayan ve bilançosu küçülen aracı kurumlar daha sonra toparlanma sürecine girmiştir.

Kore'de Aracı Kurumların Konsolide Verileri (milyon \$)	1997	1998	1999	2000	2001
Toplam Aktifler	16,265	27,895	46,163	33,367	42,761
Toplam Özsermaye	4,870	6,355	10,797	8,612	9,143
Faaliyet Karı	-2,093	1,119	1,278	-39	953
Net Kar	-2,040	320	457	-306	519

Kaynak: KSDA

Türk aracı kurumlarının 2002 yıl sonu itibariyle toplam aktif büyüklükleri 608 milyon \$, özsermayeleri 436 milyon \$, faaliyet karları 99 milyon \$ ve net karları ise 70 milyon \$ olarak gerçekleşmiştir.

İki ülkenin aracı kurumlarının bilanço yapıları arasındaki en önemli fark, özsermaye oranlarında görülmektedir. Kore aracı kurumlarının toplam aktiflerinin yaklaşık beşte birini özsermaye, beşte dördünü borç kalemleri oluşturmaktadır. Türk aracı kurum bilançolarının ise dörtte üçü özsermayeden oluşmaktadır. Bu durum aynı zamanda Türkiye'deki yüksek sermaye yeterliliği koşullarının da göstergesidir.

Türkiye'de Aracı Kurumların Konsolide Verileri (milyon \$)	1999	2000	2001	2002
Toplam Aktifler	842.1	996.0	656.7	607.8
Toplam Özsermaye	347.9	484.2	396.7	435.9
Faaliyet Karı	279.1	311.5	259.1	98.7
Net Kar	177.5	188.0	177.7	70.2

Kaynak: KSDA

Genel Değerlendirme

Kore, sermaye piyasası ve ekonominin gelişimini eş anlı ve entegre bir biçimde ele almış, büyümesini yüksek hızlarda ve istikrarlı bir biçimde sağlamıştır. Devlet, bir yandan teşvikler yoluyla bireyleri ve kurumsal yatırımcıları sermaye piyasasına yönlendirmiş, öte yandan reel sektörü sermaye piyasasından fon sağlamaya özendirmiştir. Böylece yaygın bir sermaye piyasası kültürü oluşmuştur.

Yatırımcılar ve fon talep edenler zamanla yeni ve sofistike enstrümanları kullanmayı talep eder hale gelmişlerdir. Dolayısıyla, piyasanın derinliği ve genişliği artmıştır. Bu ürünler ve derin piyasa sayesinde yatırımcılar ve fon sağlayanlar risklerini daha kolay yönetebilir hale gelmişlerdir. Bunun sonucu da ekonominin hızlı ve istikrarlı büyümesine yansımıştır.

Kore sermaye piyasasının başlıca özellikleri; gelişmiş özel borçlanma ve türev piyasaları, ürün çeşitliliği, yüksek on-line işlem hacmi, güçlü ve yeniliğe açık sermaye piyasası kurumlarıdır.

Ülkemizde de başarılı sonuçları görülmeye başlanan ekonomik istikrar programının, sermaye piyasasına Kore'dekine benzer şekilde yansımaları beklenebilir. Fakat, böyle bir gelişimin sağlanması için Kore'nin Asya krizi sonrası izlediği yol benimsenmeli ve gerekli reformlar yapılmalıdır.

Bunlardan öncelikli olanı, düşen reel faiz ortamında hem fon sağlamak isteyen kurumlara hem de tasarruflarını verimli yatırım araçlarında değerlendirmek isteyen yatırımcılara cazip gelecek özel sektör borçlanma enstrümanlarının ihracının kolaylaştırılmasıdır. Bu kapsamda, ilk aşamada ihraç limitleri gözden geçirilmeli, özel sektör borçlanma araçları üzerindeki vergi yükleri kamu menkul kıymetleri ile aynı seviyeye getirilmeli ve özel sektör borçlanma aracı çeşitliliğini engelleyen mevzuat hükümleri kaldırılmalıdır.

Kore'de oldukça faal olan, yatırımcıların risklere karşı kendilerini korudukları ve özellikle bireysel yatırımcılar tarafından tercih edilen türev ürünlerin ülkemizde de yaygınlaşması gerekmektedir. Bu

nedenle, kuruluşu gerçekleştirilen ancak henüz faaliyete geçmeyen Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.'nin faaliyetlerine bir an önce geçebilmesine yönelik gerekli destekler sağlanmalıdır.

Ülkemizde de benimsenen kurumsal yönetim ilkelerinin yaygınlaştırılması için çalışmalar sürdürülmeli, zaman içinde ilkelere uymayan şirketlere yaptırımlar, uyanlara ise belli teşvikler getirilmesi önerileri değerlendirilmelidir.

Elektronik iletişim ağı, borsada işlem gören yatırım fonları ve benzeri yeni ürünlerin gelişmesi ve piyasalarının oluşabilmesi için altyapı hazırlıklarının yapılması faydalı olacaktır.

Kore sermaye piyasasının gelişimi, alınan önlemler, sağlanan destek ve teşviklerle sermaye piyasasının çok hızlı bir gelişim gösterebileceğini, sonuç olarak ekonominin genel gelişiminin de olumlu yönde etkileneceğini göstermektedir.

Kaynakça

Kitaplar

The Korea Securities Dealers Association, "Securities Market in Korea", 2003.
Korea Stock Exchange, "Korea Stock Exchange 2002", 2003.
The Kosdaq Stock Market, Inc., "Fact Book 2002", 2003.

İnternet Siteleri

Kore

Finansal Denetim Servisi <http://english.fss.or.kr/en/englishIndex.jsp>
Kofex <http://www.kofex.com/english/index.html>
Kore Aracı Kuruluşlar Birliği <http://www.ksda.or.kr/english>
Kore Borsası <http://www.kse.or.kr/webeng/index.jsp>
Kore Menkul Kıymetler Finansman Şirketi <http://www.ksfc.co.kr>
Kore Merkez Bankası <http://www.bok.or.kr>
Kore Takas ve Saklama Merkezi <http://www.ksd.or.kr/Eng/index.jsp>
Kosdaq <http://english.kosdaq.com>
Maliye ve Ekonomi Bakanlığı <http://english.mofe.go.kr/main.php>

Türkiye

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası <http://www.imkb.gov.tr>
Sermaye Piyasası Kurulu <http://www.spk.gov.tr>
T.C. Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı <http://www.dpt.gov.tr>
T.C. Hazine Müsteşarlığı <http://www.hazine.gov.tr>
T.C. Merkez Bankası <http://www.tcmb.gov.tr>

Diğer

Uluslararası Borsalar Federasyonu <http://www.world-exchanges.org>
Uluslararası Para Fonu <http://www.imf.org>
Yatırım Fonları Enstitüsü <http://www.ici.org>

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği

Büyükdere Caddesi No:173

1. Levent Plaza A Blok Kat:4

1. Levent 34394 İSTANBUL

Telefon: 212-280 85 67

Faks: 212-280 85 89

İnternet sitesi: www.tspakb.org.tr

e-posta: tspakb@tspakb.org.tr

ISBN 975-6483-07-5